

审慎推荐-A (维持)

天创时尚 603608.SH

当前股价: 12.93 元

2020年03月06日

北高峰资本入股 全链条数字化转型可期

基础数据

上证综指	3035
总股本(万股)	43007
已上市流通股(万股)	41245
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	53
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	10.7
资产负债率	18.1%
主要股东	高创有限公司
主要股东持股比例	21.16%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天创时尚(603608)一鞋履业务收入增速放缓 小子科技并表提升业绩弹性》2019-04-16
- 2、《天创时尚(603608)一自有品牌复苏 携手小子科技开启移动数字化运营模式》2018-04-04

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

公司通过股权协议转让的方式引入北高峰资本作为长期战略合作伙伴,有望助力公司进行包括设计/生产/销售在内的全链路数字化改革,实现对消费者需求的精准触达。目前公司总市值55亿元,对应20PE26X,短期看估值不低,长期而言公司是仅次于百丽系的第二梯队,团队运营能力在业内处于领先水平,行业调整之际仍可保持相对稳定健康的运营,与小子科技在精准营销方面协同效益有望进一步发挥,维持“审慎推荐-A”评级。

- 引入北高峰资本作为长期合作伙伴。北高峰资本全资孙公司 Visions Holding 出资 1.86 亿元受让公司大股东香港高创、平潭尚见合计 5% 的公司股份,受让价格 8.64 元/股。闵万里博士为北高峰资本创始人,曾任阿里云智能首席科学家,拥有数字与人工智能方面的背景&经验,在阿里任职期间曾助力传统企业进行数字化转型项目。
- 公司拥有时尚女鞋完整的设计、生产、销售全链条布局,仍处于优化调整阶段。2019 年前三季度,公司女鞋业务同比下降 1.58% 至 12.32 亿元,其中线上业务收入占比 17.7%,同比增长 30%+; 线下业务下滑 6.5%,仍处于优化调整状态,2019Q3 末公司线下门店数量达 1791 家,较年初减少 134 家。
- 北高峰资本有望助力公司实现全链路数字化转型,最大化缩短产品和消费者之间的距离,降本增效。时尚女鞋零售往往采用以产定销的方式,存在低效&成本高企的痛点。公司与北高峰资本合作后,将在销售端应用大数据技术形成消费者画像,将用户的需求匹配到公司产品,进行精准推送,缩短公司和消费者之间的距离。在制造端将产品元素如鞋跟高度、鞋头类型、颜色搭配、饰品进行数据化处理,从中搜集到热卖元素,用以指导设计,缩短研发周期。同时亦可优化供应链布局,提升供应链反应效率。
- 2019 年后小子科技探索短视频商业化业务,有望与公司零售主业形成协同。小子科技此前从事移动广告分发,考虑到目前移动互联网流量已进入存量博弈阶段,其于 2019 年开始探索短视频商业化业务。通过采买优质综艺节目版权,对节目进行拆条形成小视频作为广告的载体,在今日头条/腾讯应用宝等 APP 客户端进行广告展示。未来小子科技将结合天创的消费者画像数据,在营销端助力公司实现精准广告投放,提升销售转化率和客户黏性。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1734	2052	2086	2094	2262
同比增长	12%	18%	2%	0%	8%
营业利润(百万元)	229	290	259	244	261
同比增长	60%	26%	-10%	-6%	7%
净利润(百万元)	188	242	222	209	224
同比增长	61%	29%	-8%	-6%	7%
每股收益(元)	0.44	0.56	0.52	0.49	0.52
PE	29.3	22.7	24.7	26.3	24.6
PB	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券

- **盈利预测及投资评级:** 考虑疫情对女鞋销售的不利影响,以及小子科技今年业务转型费用投入增加等因素,微调公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.52、0.49 和 0.52 元的预测。当前市值 55 亿,对应 2020PE26X,短期看估值不低,长期而言公司是仅次于百丽系的第二梯队,团队运营能力在业内处于领先水平,行业调整之际仍可保持相对稳定健康的运营,与小子科技在精准营销方面协同效益有望进一步发挥,维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示:** 受国内宏观经济影响,可选时尚消费需求增速放缓的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1573	1419	1780	2344	2182
现金	359	485	858	1413	1171
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	8	8	8	9
应收款项	332	325	312	313	338
其它应收款	48	30	31	31	34
存货	418	483	482	490	533
其他	399	87	88	89	97
非流动资产	1260	1294	1317	1340	1363
长期股权投资	18	14	14	14	14
固定资产	290	338	383	424	463
无形资产	106	96	86	77	70
其他	847	846	834	824	817
资产总计	2833	2713	3096	3684	3545
流动负债	766	527	795	1279	1021
短期借款	0	0	300	780	500
应付账款	159	226	230	233	254
预收账款	19	21	21	22	24
其他	588	280	244	244	243
长期负债	42	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	42	12	12	12	12
负债合计	808	540	807	1291	1033
股本	432	431	430	430	430
资本公积金	1080	1092	1092	1092	1092
留存收益	496	631	745	847	963
少数股东权益	17	19	21	23	26
归属于母公司所有者权益	2008	2154	2268	2370	2486
负债及权益合计	2833	2713	3096	3684	3545

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	270	304	268	251	219
净利润	188	242	222	209	224
折旧摊销	52	77	45	45	45
财务费用	(0)	1	5	23	28
投资收益	(9)	(9)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	52	7	17	(6)	(60)
其它	(12)	(15)	4	5	7
投资活动现金流	(137)	(106)	(46)	(46)	(46)
资本支出	(130)	(98)	(70)	(70)	(70)
其他投资	(6)	(8)	25	25	25
筹资活动现金流	(76)	(73)	151	349	(416)
借款变动	(437)	98	264	480	(280)
普通股增加	152	(0)	(1)	0	0
资本公积增加	237	12	0	0	0
股利分配	(70)	(151)	(108)	(108)	(108)
其他	43	(32)	(5)	(23)	(28)
现金净增加额	58	125	373	555	(242)

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1734	2052	2086	2094	2262
营业成本	732	903	917	931	1014
营业税金及附加	25	21	21	21	23
营业费用	520	587	595	586	629
管理费用	247	241	248	247	262
研发费用	36	36	36	36	39
财务费用	(3)	(0)	5	23	28
资产减值损失	12	27	30	30	30
公允价值变动收益	0	5	5	5	5
投资收益	29	46	20	20	20
营业利润	229	290	259	244	261
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	2	11	0	0	0
利润总额	231	280	261	245	263
所得税	45	35	36	34	36
净利润	186	245	225	212	226
少数股东损益	(2)	3	2	2	2
归属于母公司净利润	188	242	222	209	224

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	12%	18%	2%	0%	8%
营业利润	60%	26%	-10%	-6%	7%
净利润	61%	29%	-8%	-6%	7%
获利能力					
毛利率	57.8%	56.0%	56.1%	55.6%	55.2%
净利率	10.9%	11.8%	10.7%	10.0%	9.9%
ROE	9.4%	11.2%	9.8%	8.8%	9.0%
ROIC	8.7%	11.1%	8.7%	7.2%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	28.5%	19.9%	26.1%	35.0%	29.1%
净负债比率	0.0%	1.3%	9.7%	21.2%	14.1%
流动比率	2.1	2.7	2.2	1.8	2.1
速动比率	1.5	1.8	1.6	1.5	1.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6
存货周转率	1.8	2.0	1.9	1.9	2.0
应收帐款周转率	5.6	6.0	6.4	6.5	6.8
应付帐款周转率	6.0	4.7	4.0	4.0	4.2
每股资料 (元)					
EPS	0.44	0.56	0.52	0.49	0.52
每股经营现金	0.63	0.70	0.62	0.58	0.51
每股净资产	4.65	4.99	5.27	5.51	5.78
每股股利	0.35	0.25	0.25	0.25	0.25
估值比率					
PE	29.3	22.7	24.7	26.3	24.6
PB	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	24.4	19.3	19.4	19.2	17.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘丽 对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。